

Investorbrev – BankInvest Optima

Første kvartal var dårligt for både aktier og obligationer. Aktier faldt, og renter steg. Der var to forklaringer på bevægelserne: Aktier faldt, fordi investorenes usikkerhed omkring omfanget af Trumps handelskrig viste sig større end ventet. Og obligationer faldt, især i Europa, da Tyskland valgte at annoncere massive offentlige investeringer for at løfte evnen til at forsvare sig selv i en verden, hvor opbakningen fra USA synes mere usikker. Samlet set blev det således et dårligt kvartal for balancerede porteføljer.

Handelskrigen tager om sig

I månederne efter at Trump blev valgt til præsident i USA, steg aktier kraftigt. Det skyldes, at fortællingen om lavere skatter og deregulering dominerede den handelskrig, som Trump havde truet med.

Balancen kom dog under pres hen over anden halvdel af første kvartal. For handelskrigen tog om sig. Mexico og Canada kom under pres, da Trump annoncerede højere todsatser imod de to lande. Argumentet lød, at begge lande skulle gøre mere for at dæmme op for den illegale immigration til USA og for at bremse indstrømningen af narkotika til USA.

Annonceringen, og den følgende usikkerhed, lagde en dæmper på risikovilligheden. Hvad der medio februar tegnede til at blive et godt kvartal, blev i stedet afløst af en 10 % korrektion i S&P 500. Og da kvartalet var gået, lå aktier således nede.

Som altid, når aktier falder, stiger frykten for en recession. Men generelt har makro været relativt stærkt hen over kvartalet. Beskæftigelsesvæksten har været positiv, og antallet af førstegangssøgende til arbejdsløshedsunderstøttelse er forblevet på lave niveauer. Alt i alt synes recessionen stadig ikke at være forestående.

Kvartalet bød på kraftige stigninger i renter – i særdeleshed de tyske. Det fulgte efter, at Tyskland delvist tilsidesatte den såkaldte gældsbremse. Tyskland stemte en pakke igennem, som skal øge de offentlige investeringer i forsvar og infrastruktur signifikant. Som følge heraf steg den tyske 10-årige rente den 5. marts med den største daglige stigning siden genforeningen i starten af 90'erne.

I USA valgte den amerikanske centralbank at holde renterne i ro – set i lyset af en inflation, som steg mere end ventet, og en økonomi, som til trods for det høje renteniveau, stadig har det godt. Powell, chef for den amerikanske centralbank, kommunikerede således tydeligt, at de ikke havde travlt med at sætte renterne ned.

Forventninger til fremtiden

Aktier er inde i en korrektion, og frykten for en recession er højere nu, end hvad den var for bare et par måneder siden. Men det er vores forventning, at vi undgår den, at væksten over 2025 vil holde sig stærk, og at aktier kommer til at give et højt positivt afkast.

Vi baserer det på samme argumenter som for sidste kvartal. Europa stimulerer økonomien massivt gennem investeringer i forsvar og infrastruktur. Samtidigt med det, ser vi kraftig deregulering i USA. Kombinationen af disse faktorer vil være med til at løfte den vestlige vækst.

Derudover vil vi understrege, at meget af den optimisme, der var omkring aktier i slutningen af 2024, er forsvundet. Sentimentet er således blevet langt mere balanceret. Det er positivt, da vi nu ser en renere positionering i markedet.

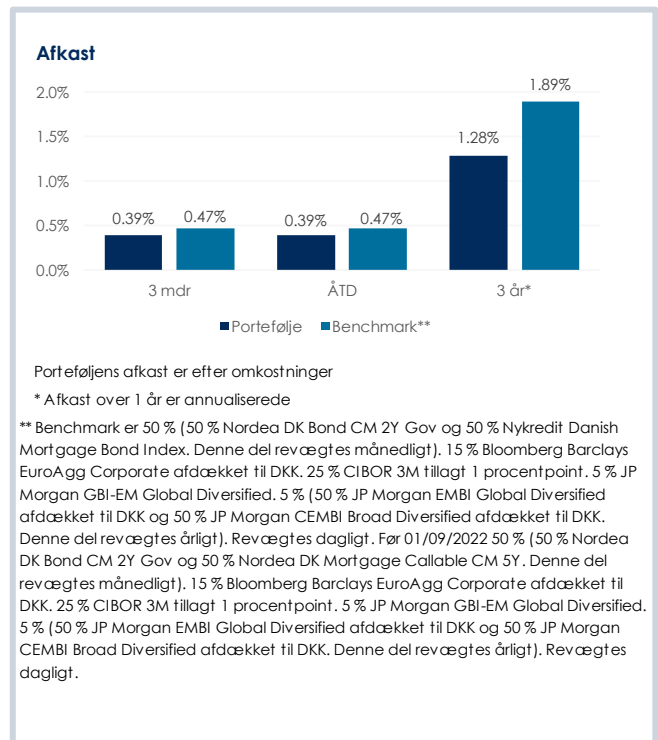
Samlet set går vi en meget interessant periode i møde. Det er mere usikkert end tidligere, hvad vi kommer til at se af handelskrig og geopolitisk støj. De kommende par kvartaler kan derfor gå enten op eller ned. Men underliggende er det dog værd at huske på, at væksten stadig ser solid ud. Og det vil skabe en bund for aktier.

Investorbrev – BankInvest Optima Rente

Indledningsvist gøres opmærksom på at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- Divergerende renteutvikling i USA og Eurozonen, primært i den lange ende
- Stigende renter i Eurozonen og faldende i USA
- Nedjustering af vækstforventningerne i USA kombineret med stigende tillid til finanspolitisk ekspansion i Eurozonen
- Kreditspænd kørte ud over en bred kam – mest i USA
- I 2025 ventes centralbankerne at fortsætte rentenedsættelserne – men i et lavere tempo



Kære Investor

Vi beskrev i det foregående investorbrev, hvordan præsidentvalget i USA gav store skvulp på de finansielle markeder. Da den nye administration trådte til ultimo januar betød det ikke, at bølgerne lagde sig – tværtimod. Der kom efterfølgende en syndflod af økonomiske og politiske tiltag som gjorde det meget vanskeligt for de finansielle markeder at drage håndfaste konklusioner. Ydermere fik mange af de amerikanske tiltag resten af verden til at tage handsken op og planlægge/gennemføre sine egne tiltag.

Med forbehold for den manglende visibilitet nåede de finansielle markeder frem til den konklusion, at flytte de respektive rentebaner i USA og Eurozonen. Konkret betød det at prise yderligere to rentenedsættelser ind i USA i 2025/26 mens renteforventningerne til Den Europæiske Centralbank (ECB) var stort set uændrede. På vækstfronten fandt markederne støtte i, at 1. kvartal tegner svagt i USA, hvor visse prognoser taler om

negativ vækst, mens den svage, men dog positive vækst i Eurozonen ser ud til at fortsætte.

På inflationsfronten er det stadigvæk to skridt frem og to tilbage i retning af at komme ned på de ønskede 2%. I USA ligger kerneinflationen fortsat lige under 3%, hvor den har ligget siden sommeren 2024. I Eurozonen er kerneinflationen en anelse lavere men igen ikke afgørende lavere end for et år siden. Den (lidt) lavere inflation og en meget afdæmpet vækst fik dog ECB til at gennemføre to rentenedsættelser i 1. kvartal. Efter den seneste rentenedsættelse er der et stigende fokus på, at renten nu ikke længere er på et entydigt restriktivt niveau. Det betyder lavere tempo i rentenedsættelserne fremadrettet.

De pengepolitiske renter ventes at bunde ud i 2026 i et niveau på 3 ¼ % hos FED og lige under 2 % hos ECB. I forhold til for et kvartal siden, priser de finansielle markeder en noget mindre divergens ind mellem FED og ECB. Divergensen var begrundet i en meget

forskellig vækstbane i USA's favør. Det er ikke længere så entydig en konklusion og markederne begynder at få øjnene op for, at mange af de økonomisk-politiske tiltag i USA (og i omverdenen) er tættere på at "flytte" vækst fra USA til resten af verden end omvendt. Det kan illustreres ved, at forventningerne til væksten i USA i 2025 er nedjusteret med godt 0,25%-point siden Trumps tiltræden. Primo april venter den såkaldte "Liberation Day", hvor den amerikanske regering fremlægger mere detaljerede toldplaner. Det vil forventeligt fylde en del på de finansielle markeder i de kommende kvartaler.

Obligationsmarkedet

I 1. kvartal faldt den amerikanske 10-årige rente med knap 0,4%-point til 4,2%. Inflationen synes, om end høj så dog under kontrol, og usikkerhed om vækst og handelskrig presser renterne ned.

Den 10-årige tyske rente steg omvendt med knap 0,4%-point til 2,7%. En finanspolitisk pakke i Tyskland på op mod 1.000 milliarder euro sendte renten i vejret. Pakken blev vedtaget i slutningen af marts og det forventes, at de medfølgende investeringer i infrastruktur og forsvar vil øge væksten på sigt, men også kraftigt løfte udstedelsen af tyske statsobligationer. Begge dele bidrog til at løfte renteniveauet. Det betød også, at rentekurven stejlede op således at de længere renter steg mere end de korte. Forskellen mellem en tysk 10-årig og 2-årig rente er på ca. 0,7%-point, hvilket i en historisk kontekst stadig er i den lave ende. De danske renter steg tilsvarende med de tyske.

For europæiske investment grade obligationer, virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, er merrenten i forhold til statsobligationer faldet med 8bp. Dermed er renterne på disse obligationer ikke steget tilsvarende statsobligationer, og obligationerne gav i runde tal et nulafkast i 1. kvartal. Niveauet for merrenten på investment grade befinder sig historisk set på et lavt niveau. For amerikanske højrenteobligationer er kreditpræmien steget ca. 0,5%-point. Renten på højrenteobligationer steg, mens renten på amerikanske statsobligationer faldt. Usikkerheden omkring væksten øgede kreditpræmien. Niveauet for merrenten for højrenteobligationer befinder sig dog stadig i den lave ende.

Afkast og forventninger

Den divergerende renteutvikling mellem USA og EU medførte et merafkast på USD-denominerede obligationer i 1. kvartal, relativt til EUR- og DKK-denominerede obligationer. I runde tal lå afkastene på USD-obligationer mellem 1½ og 2% mens afkastene på EUR-obligationer kun var svagt positive. Højrentelande Lokalvaluta kom også ud med et positivt afkast i 1. kvartal, selvom den amerikanske raslen med sablen på importtariffer ikke er gunstig for Emerging Markets lande generelt.

Danske realkreditobligationer havde et omskifteligt kvartal men generelt med et lille merafkast til statsobligationer. I princippet er et scenarium med svagt stigende renter gunstigt for særligt de konverterbare realkreditobligationer, men for meget volatilitet kan spolere stemningen.

For hele afdelingen landede afkastet på 0,4 % - på linje med afkastet på sammenligningsindekset.

Vi holder fast i, at rentenedsættelserne fra centralbankerne vil fortsætte i 2025 men er opmærksomme på at der vil være længere mellem dem. På den finanspolitiske front vil obligationsmarkederne fortsat være udfordret af store underskud på budgetterne og deraf følgende stor udstedelse af statsobligationer. Det gælder ikke mindst, efter at Tyskland og andre dele af EU har sat turbo på de offentlige investeringer. Det vil fastholde tendensen til lave spænd mellem stats- og kreditobligationer og stejle rentekurver.

Opstillingen af rentekurverne forbedrede afkast/risikoforholdet på længere obligationer – særligt i EUR-markedet. Der er dog stadigvæk et godt afkast/risikoforhold i kortere obligationsafdelinger herunder Optima Rente, som kan stå imod betydelige rentestigninger uden at afkastet bliver negativt. Af den årsag fastholder vi forventningen om et positivt afkast for 2025.

Med venlig hilsen

Michael Hauch

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2025

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central Information, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.

Fond	Afkast		Formuefordeling		
	1. kvartal 2025	År til dato	Obligationer	Aktier	Alternativer
Optima Rente	0,39%	0,39%	100,0%	0,0%	0,0%
Optima 10	-0,99%	-0,99%	77,8%	14,4%	7,8%
Optima 30	-2,20%	-2,20%	60,1%	34,1%	5,7%
Optima 55	-3,62%	-3,62%	37,1%	58,7%	4,1%
Optima 75	-4,74%	-4,74%	20,7%	78,5%	0,7%
Optima Aktier	-6,15%	-6,15%	0,0%	100,0%	0,0%

Fond	Afkast		Formuefordeling		
	1. kvartal 2025	År til dato	Obligationer	Aktier	Alternativer
Optima Rente Akk.	0,41%	0,41%	100,0%	0,0%	0,0%
Optima 10 Akk.	-1,00%	-1,00%	77,2%	14,4%	8,5%
Optima 30 Akk.	-2,19%	-2,19%	60,1%	34,2%	5,7%
Optima 55 Akk.	-3,59%	-3,59%	37,2%	58,7%	4,1%
Optima 75 Akk.	-4,70%	-4,70%	20,8%	78,5%	0,7%
Optima Aktier Akk.	-6,09%	-6,09%	0,3%	99,7%	0,0%

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information om udviklingen og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil. BankInvest tager forbehold for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Tallene i materialet er historiske og tidligere afkast og/eller kursudviklinger kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og/eller kursudvikling. Investeringsbeslutninger bør træffes på baggrund af prospekt/informations-dokument, Central Information, som kan findes på www.bankinvest.dk eller ved at kontakte dit lokale pengeinstitut.